

山金国际 (000975.SZ)

矿山业务毛利维稳，看好金价高位下业绩兑现

事件：公司披露 2024 年三季度报告，实现营业收入 55.66 亿元，同环比分别增长 120.65%/49.17%；实现归母净利润 6.52 亿元，同环比分别增长 69.99%/14.04%；实现扣非归母净利润 6.59 亿元，同环比分别增长 75.15%/5.1%；实现基本每股收益 0.23 元/股，同比增长 69.97%。三季度自有矿山毛利率环比基本维稳，投资净收益贡献主要利润亮点，持续看好避险溢价叠加通胀溢价下的金价表现以及未来公司业绩兑现。

矿山业务毛利维稳；投资净收益由负转正增厚利润表现。2024Q3 公司矿山金产销量分别为 2.12 吨/2.1 吨，环比-2.75%/-1.41%，产销量基本维稳。白银方面，2024Q3 公司矿产银产销量分别为 40.58 吨/47.95 吨，环比-33.87%/+7.78%。前三季度成本方面，矿产金合并摊销后单位成本约 142.8 元/克，较上半年下降 2.55%；前三季度毛利率约 73.1%，较上半年提升 1.21%。矿产银合并摊销后成本约 2.75 元/克，较上半年增长约 1.85%；前三季度毛利率约 47.72%，较上半年下滑 1.45%。铅锌方面，前三季度毛利率分别为 41.06%/40.41%，较上半年小幅提升。整体矿山业务成本三季度小幅波动，其中贵金属板块仍维持较强盈利能力。此外，公司三季度投资净收益环比由负转正，环比正向影响利润+1.91 亿元，基本对冲了二季度投资亏损带来的负面影响，同时增厚了三季度利润表现。

海外布局 Osino 矿落地，国内新增探矿权和采矿权。海外，2024 年 8 月 29 日，公司收购 Osino Resources Corp. 收购项目落地，间接持有 Osino100% 股权，纳入合并报表范围。本次收购增加了公司的矿产资源储备（将新增黄金资源量约 127.2 吨），海外资源布局初见成效。国内，三季度公司分别取得南岔村岩金矿普查探矿权，并完成玉龙矿业 1118 高地铅锌矿“探转采”工作，资源量进一步增厚，夯实未来自有矿山业务成长性。

通胀与地缘溢价推动下金价维持高位震荡。美国至 10 月 12 日当周初请失业金人数不及预期录得 24.1 万人（前值 26 万人，预期值 26 万人），美国 9 月零售销售月率超预期录得 0.4%（前值 0.1%，预期值 0.3%）；劳动力市场未见进一步疲软，消费端零售明显回温，数据看降息落地后美国经济软着陆通道拓宽，而对于通胀二次升温预期则对金价形成一定支撑。地缘上，朝鲜方面炸毁部分朝韩间通路，韩军随后向韩朝军事分界线以南进行应对射击；以军称打死哈马斯领导人辛瓦尔，中东局势升级；地缘风险也同步给予黄金避险溢价。整体看，黄金目前受益于二次通胀升温预期与地缘风险溢价的双重支撑；同时在现阶段美国经济软着陆还未确认的情况下，黄金交易“非美资产”属性逻辑仍在。看好金价高位下公司业绩兑现。

投资建议：公司自有矿山业务维持较强盈利能力，叠加通胀与地缘溢价对金价的双重支撑，持续看好公司业绩兑现。预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 144.7/151.4/159.8 亿元。归母净利润分别为 22.8/25.9/28.1 亿元，对应 PE 分别为 23.6/20.8/19.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：美联储紧缩风险，矿山项目进展不及预期风险，地缘风险等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	8,382	8,106	14,465	15,137	15,976
增长率 yoy (%)	-7.3	-3.3	78.5	4.6	5.5
归母净利润（百万元）	1,123	1,424	2,282	2,593	2,810
增长率 yoy (%)	-11.8	26.8	60.2	13.6	8.3
EPS 最新摊薄（元/股）	0.40	0.51	0.82	0.93	1.01
净资产收益率 (%)	9.8	11.7	16.7	16.2	16.2
P/E（倍）	48.0	37.8	23.6	20.8	19.2
P/B（倍）	4.9	4.7	4.1	3.6	3.2

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 10 月 21 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	贵金属
前次评级	买入
10月21日收盘价（元）	19.40
总市值（百万元）	53,868.41
总股本（百万股）	2,776.72
其中自由流通股（%）	89.57
30日日均成交量（百万股）	48.36

股价走势



作者

分析师 张航

执业证书编号：S0680524090002

邮箱：zhanghang@gszq.com

相关研究

- 《山金国际 (000975.SZ)：矿产金业务成本端持续优化，公司顺周期业绩弹性凸显》 2024-08-22
- 《银泰黄金 (000975.SZ)：宽松预期下金价中枢上移，公司盈利能力稳步提升》 2024-03-24
- 《银泰黄金 (000975.SZ)：优质资源禀赋叠加金价高位，助力公司业绩再增长》 2023-10-29

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	5683	6008	8849	8233	14352
现金	1874	3031	3351	5299	8790
应收票据及应收账款	40	42	104	49	113
其他应收款	62	56	155	66	167
预付账款	22	33	65	37	71
存货	1359	1485	3812	1421	3849
其他流动资产	2326	1361	1361	1361	1361
非流动资产	10481	10291	12230	11673	11196
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	2906	2713	4779	4573	4369
无形资产	6572	6447	6156	5899	5696
其他非流动资产	1003	1131	1295	1201	1131
资产总计	16164	16299	21079	19907	25547
流动负债	2975	2406	5431	2234	5479
短期借款	840	210	210	210	210
应付票据及应付账款	1530	1517	4158	1449	4198
其他流动负债	606	679	1063	575	1071
非流动负债	509	524	532	508	486
长期借款	109	64	72	48	26
其他非流动负债	400	460	460	460	460
负债合计	3484	2930	5963	2741	5965
少数股东权益	1767	1808	2050	2242	2596
股本	2777	2777	2777	2777	2777
资本公积	4431	4431	4431	4431	4431
留存收益	3692	4339	5386	6522	7775
归属母公司股东权益	10913	11561	13066	14923	16987
负债和股东权益	16164	16299	21079	19907	25547

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	1989	2180	3967	3173	4863
净利润	1244	1568	2525	2785	3164
折旧摊销	1177	940	886	1048	1108
财务费用	38	5	61	77	75
投资损失	-108	-92	-95	-96	-98
营运资金变动	-335	-258	595	-634	618
其他经营现金流	-28	15	-4	-7	-4
投资活动现金流	-1360	480	-2726	-387	-529
资本支出	609	615	1939	-557	-478
长期投资	-908	1005	0	0	0
其他投资现金流	-1660	2099	-787	-944	-1006
筹资活动现金流	-595	-1626	-920	-837	-843
短期借款	158	-629	0	0	0
长期借款	109	-45	8	-24	-22
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-861	-951	-929	-812	-821
现金净增加额	42	1046	320	1948	3491

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	8382	8106	14465	15137	15976
营业成本	6302	5508	10260	10136	10208
营业税金及附加	178	212	318	689	823
营业费用	3	2	7	7	7
管理费用	311	366	622	681	815
研发费用	0	6	3	4	5
财务费用	38	5	61	77	75
资产减值损失	0	0	0	0	0
其他收益	10	6	0	0	0
公允价值变动收益	12	-7	4	7	4
投资净收益	108	92	95	96	98
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	1616	2097	3294	3648	4146
营业外收入	0	1	20	6	7
营业外支出	7	12	26	17	16
利润总额	1609	2086	3288	3637	4137
所得税	365	517	763	851	973
净利润	1244	1568	2785	2785	3164
少数股东损益	121	144	242	192	354
归属母公司净利润	1123	1424	2282	2593	2810
EBITDA	2788	2952	4093	4570	5048
EPS (元)	0.40	0.51	0.82	0.93	1.01

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-7.3	-3.3	78.5	4.6	5.5
营业利润(%)	-13.4	29.8	57.1	10.7	13.7
归属于母公司净利润(%)	-11.8	26.8	60.2	13.6	8.3
获利能力					
毛利率(%)	24.8	32.0	29.1	33.0	36.1
净利率(%)	13.4	17.6	15.8	17.1	17.6
ROE(%)	9.8	11.7	16.7	16.2	16.2
ROIC(%)	10.4	12.5	18.2	17.5	17.3
偿债能力					
资产负债率(%)	21.6	18.0	28.3	13.8	23.3
净负债比率(%)	-6.0	-18.4	-18.9	-28.1	-42.6
流动比率	1.9	2.5	1.6	3.7	2.6
速动比率	1.3	1.7	0.9	2.9	1.8
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.8	0.7	0.7
应收账款周转率	210.1	198.1	198.1	198.1	198.1
应付账款周转率	3.7	3.6	3.6	3.6	3.6
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.40	0.51	0.82	0.93	1.01
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.79	1.43	1.14	1.75
每股净资产(最新摊薄)	3.93	4.16	4.71	5.37	6.12
估值比率					
P/E	48.0	37.8	23.6	20.8	19.2
P/B	4.9	4.7	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	19.0	17.7	12.7	11.0	9.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 10 月 21 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路8号院7楼中海地产广场东塔7层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路555号陆家嘴金融街区22栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com